

## 华鲁恒升 (600426.SH)

### 公司业绩短期承压，高油价背景下煤化工景气度有望提升

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	34,226	30,969	36,828	39,265	41,560
增长率 yoy (%)	25.6	-9.5	18.9	6.6	5.8
归母净利润 (百万元)	3,903	3,315	4,653	5,273	6,020
增长率 yoy (%)	9.1	-15.0	40.3	13.3	14.2
ROE (%)	12.7	10.4	12.3	12.7	13.1
EPS 最新摊薄 (元)	1.84	1.56	2.19	2.48	2.84
P/E (倍)	19.4	22.9	16.3	14.4	12.6
P/B (倍)	2.4	2.3	2.0	1.8	1.6

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

**事件：**2026年3月30日，华鲁恒升发布2025年年度报告。2025年公司实现营业收入309.69亿元，同比下降9.52%；实现归母净利润33.15亿元，同比下降15.04%；扣非净利润32.88亿元，同比下降15.03%。对应公司4Q25营业收入为74.16亿元，环比下降4.78%；归母净利润为9.42亿元，环比上升16.96%。

**点评：**主要产品量升价跌，公司营收与利润短期承压。2025年公司新能源新材料相关产品/有机胺/化学肥料/醋酸及衍生品收入分别为155.57/23.61/73.06/33.87亿元，同比变化分别为-5.33%/-5.98%/+0.12%/-16.78%；毛利率分别为10.71%/14.19%/32.30%/29.70%，同比变化分别为-2.36/+7.65/+2.40/+2.08pcts。2025年，全球经济增长放缓，行业内卷和结构性产能过剩与需求偏弱的矛盾依然存在，化工市场景气度较低，化工产品价格低谷震荡。公司营收与利润下滑主要受市场供需失衡、主导产品价格同比下滑影响。

产销量方面，2025年公司新能源新材料相关产品/有机胺/化学肥料/醋酸及衍生品产量分别为488.45/62.62/590.43/157.68万吨，同比变化分别为13.24%/9.08%/22.19%/5.80%；销量分别为300.23/58.59/575.15/156.23万吨，同比变化分别为17.61%/-0.26%/22.07%/0.77%。

产品价格方面，根据公司2024与2025年经营数据公告披露，2025年公司尿素/异辛醇/尼龙6/己二酸/己内酰胺/醋酸/碳酸二甲酯价格中位数分别为1725/6105/8985/6850/8540/2320/4360元/吨，同比变化分别为-15.44%/-34.64%/-24.76%/-14.91%/-20.89%/-16.85%/-0.46%。

原材料方面，主要原料煤、苯、丙烯采购价格均呈下降趋势，2025年原料煤/苯/丙烯价格中位数分别为705/5895/5810元/吨，同比变化分别为-16.42%/-20.10%/-6.29%。

费用方面，公司2025年销售费用同比增加5.03%，销售费用率为0.30%，同比上升0.04pcts；管理费用同比下降7.41%，管理费用率为1.00%，同比上升0.02pcts；研发费用同比增加34.08%，研发费用率为2.86%，同比上升0.93个pcts；财务

## 买入 (维持评级)

### 股票信息

行业	基础化工
2026年04月22日收盘价(元)	35.72
总市值(百万元)	75,840.23
流通市值(百万元)	75,830.23
总股本(百万股)	2,123.19
流通股本(百万股)	2,122.91
近3月日均成交额(百万元)	1,191.53

### 作者



分析师 肖亚平

SAC: S1070523020001

邮箱: xiaoyaping@cgws.com



分析师 林森

SAC: S1070525070002

邮箱: linsen@cgws.com

### 相关研究

- 1、《公司业绩短期承压，看好公司产业链布局完善》2025-11-28
- 2、《公司业绩短期承压，看好公司产业链上下游布局》2025-09-09
- 3、《以量补价推动整体业绩提升，看好荆州二期项目逐步投产-华鲁恒升2024年报及2025年一季报点评》2025-05-15

费用同比增加 19.38%，财务费用率为 0.85%，同比上升 0.21 pcts。

现金流方面，2025 年公司经营活动产生现金流净额为 41.98 亿元，同比下降 15.51%；投资活动产生现金流净额为-36.46 亿元，同比上升 28.16%；筹资活动产生现金流净额为 0.80 亿元，同比上升 120.67%。期末现金及现金等价物余额为 20.34 亿元，同比上升 45.77%。

**公司研发与项目建设投入持续加码，推动项目建设和产业升级。** 根据公司 2025 年年报披露，公司入选国家首批卓越级智能工厂，荆州恒升获批湖北省高新技术企业。项目建设方面，公司积极推进项目建设，酰胺原料优化升级、20 万吨/年二元酸、BDO 和 NMP 一体化项目等相继投产，气化平台升级改造项目开工建设，其他技改项目稳步推进。我们认为公司持续投入研发和项目建设，为未来发展奠定基础。

**油价中枢抬升背景下，公司煤化工产业链一体化布局优势显现。** 公司依托洁净煤气化技术，打造了柔性多联产运行模式，具有较强的成本控制优势。公司德州本部及荆州恒升“一体两翼”“双航母”发展格局持续深化。我们认为公司依托多产品协同和成本领先战略，核心竞争力进一步夯实。我们认为在未来地缘冲突即使平息，全球原油仍存在补库需求，全球原油价格中枢被拉高。公司以煤为原料布局下游化工品，成本相对原油价格变动较少，具备成本优势。

**投资建议：**我们预计华鲁恒升 2026-2028 年收入分别为 368.28/392.65/415.60 亿元，同比增长 18.9%/6.6%/5.8%，归母净利润分别为 46.53/52.73/60.20 亿元，同比增长 40.3%/13.3%/14.2%，对应 EPS 分别为 2.19/2.48/2.84 元。结合公司 4 月 21 日收盘价，对应 PE 分别为 16/14/13 倍。我们认为在未来地缘冲突即使平息，全球原油仍存在补库需求，全球原油价格中枢被拉高。公司以煤为原料布局下游化工品，成本相对原油价格变动较少，具备成本优势，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济波动的风险；环保安全的风险；原材料价格波动的风险；研发风险

## 财务报表和主要财务比率

### 资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	7374	8885	10082	11082	17764
现金	1398	2085	2800	3972	10200
应收票据及应收账款	134	49	168	64	182
其他应收款	2	4	4	5	4
预付账款	641	865	926	984	1038
存货	1319	1493	1797	1669	1953
其他流动资产	3881	4388	4388	4388	4388
<b>非流动资产</b>	39283	40292	44112	43638	42617
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	30057	32994	37506	37438	36531
无形资产	2367	2857	3120	3391	3674
其他非流动资产	6859	4442	3486	2810	2413
<b>资产总计</b>	46658	49177	54193	54720	60382
<b>流动负债</b>	5526	5765	7542	5649	7924
短期借款	0	776	388	582	485
应付票据及应付账款	3149	1615	3958	1914	4223
其他流动负债	2377	3374	3196	3153	3215
<b>非流动负债</b>	8305	8262	7137	5298	3348
长期借款	8224	8139	7015	5176	3225
其他非流动负债	80	122	122	122	122
<b>负债合计</b>	13830	14027	14679	10947	11271
少数股东权益	1810	2070	2279	2578	2989
股本	2123	2123	2760	2760	2760
资本公积	2425	2442	1805	1805	1805
留存收益	26573	28723	32430	36725	41886
归属母公司股东权益	31018	33080	37235	41195	46121
<b>负债和股东权益</b>	46658	49177	54193	54720	60382

### 现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	4968	4198	10394	7705	12549
净利润	4178	3656	4862	5572	6431
折旧摊销	2800	3226	3354	3871	4188
财务费用	220	263	217	132	-40
投资损失	32	20	1	11	16
营运资金变动	-2369	-3030	1902	-1940	1891
其他经营现金流	106	63	58	60	63
<b>投资活动现金流</b>	-5075	-3646	-7176	-3410	-3184
资本支出	5081	3650	7174	3397	3167
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	6	4	-2	-13	-17
<b>筹资活动现金流</b>	-388	80	-2504	-3123	-3137
短期借款	-200	776	-388	194	-97
长期借款	876	-85	-1124	-1839	-1950
普通股增加	-0.1	-0.05	637	0	0
资本公积增加	40	17	-637	0	0
其他筹资现金流	-1104	-628	-991	-1477	-1089
<b>现金净增加额</b>	-476	639	714	1172	6228

资料来源: 聚源数据, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

### 利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	34226	30969	36828	39265	41560
营业成本	27821	25037	29290	30862	32256
营业税金及附加	201	219	250	262	275
销售费用	89	93	88	100	110
管理费用	335	310	375	415	422
研发费用	661	886	822	898	967
财务费用	220	263	217	132	-40
资产和信用减值损失	-56	-43	-57	-58	-62
其他收益	197	153	99	115	141
公允价值变动收益	0	0	-1	-2	-1
投资净收益	-32	-20	-1	-11	-16
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	5008	4251	5825	6640	7633
营业外收入	7	14	14	11	12
营业外支出	1	2	95	64	40
<b>利润总额</b>	5015	4262	5744	6587	7604
所得税	836	607	882	1015	1173
<b>净利润</b>	4178	3656	4862	5572	6431
少数股东损益	275.61	340	208.52	299	411
<b>归属母公司净利润</b>	3903	3315	4653	5273	6020
EBITDA	8050	7752	9318	10594	11758
EPS (元/股)	1.84	1.56	2.19	2.48	2.84

### 主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	25.6	-9.5	18.9	6.6	5.8
营业利润 (%)	13.1	-15.1	37.0	14.0	15.0
归属母公司净利润 (%)	9.1	-15.0	40.3	13.3	14.2
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	18.7	19.2	20.5	21.4	22.4
净利率 (%)	12.2	11.8	13.2	14.2	15.5
ROE (%)	12.7	10.4	12.3	12.7	13.1
ROIC (%)	10.8	8.8	10.9	11.7	12.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	29.6	28.5	27.1	20.0	18.7
净负债比率 (%)	24.5	25.3	16.3	8.3	-9.5
流动比率	1.3	1.5	1.3	2.0	2.2
速动比率	0.6	0.7	0.7	1.1	1.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	486.9	540.8	540.8	540.8	540.8
应付账款周转率	9.9	13.8	13.8	13.8	13.8
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	1.84	1.56	2.19	2.48	2.84
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.34	1.98	4.90	3.63	5.91
每股净资产 (最新摊薄)	14.61	15.58	17.52	19.37	21.67
<b>估值比率</b>					
P/E	19.4	22.9	16.3	14.4	12.6
P/B	2.4	2.3	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	13.5	14.1	11.5	9.9	8.2

## 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		
行业指中信一级行业，市场指沪深300指数			

## 长城证券产业金融研究院

### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层  
邮编：518033  
传真：86-755-83516207

### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层  
邮编：200126  
传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

### 北京

地址：北京市宣武门西大街129号金隅大厦B座27层  
邮编：100031  
传真：86-10-88366686